

укладеними на ПрАТ «Фондова біржа ПФТС», розглядається можливість використання нової технології ВАТ «Українська біржа» (УБ).

Основними перевагами використання нетінгу є значне зменшення кінцевих транзакцій за рахунками власників цінних паперів — учасників торгів і зменшення загальних витрат із проведенням розрахунків. Використання нетінгу дозволить підвищити ефективність роботи професійних учасників ринку в цілому, зменшити кредитні, розрахункові, системні й інші види ризиків.

### Література

1. Буркова А. Зачет и неттинг: английское и российское право / Буркова А. // Международное публичное и частное право. — 2008. — № 4. — С. 39–43.
2. Нобель П. Швейцарское финансовое право и международные стандарты. — М., 2008. — С. 611.
3. Овсейко С. Неттинг: понятие и основные черты // Банкаўскі веснік. — 2010. — № 2. — С. 61–68.
4. Райнер Г. Деривативы и право. — М., 2005. — С. 221.
5. Селивановский А. Зачет, взаимозачет, неттинг? / А. Селивановский // Хозяйство и право: ежемесячный юридический журнал. — 2009. — № 9. — С. 57–62.
6. Цивільний кодекс України: закон України від 16 січня 2003 р. № 435-ІУ // Відомості Верховної Ради України (ВВР). — 2003. — № 40–44. — С. 356.
7. Cunningham D. P., Rogers W. P. Netting is the law // Butterworth's Journal of Int'l Banking Law / August 1990. — P. 354–362.
8. Giovanoli P. R. Legal issues regarding payment and netting systems // Cross-border Electronic Banking. — London, 1995. — P. 220–223.
9. Wood P. R. Principles of netting: a comparative law study. — Amsterdam, 1994. — P. 4.

Статтю подано до редакції 23.06.10 р.

УДК 336.3

М. А. Гапонюк, канд. екон. наук, проф.  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»

## **ІНВЕСТИЦІЙНА ПРИВАБЛИВІСТЬ ОБЛІГАЦІЙ ВНУТРІШНІХ МІСЦЕВИХ ТА ДЕРЖАВНИХ ПОЗИК: СУБ'ЄКТНА СКЛАДОВА**

**АНОТАЦІЯ.** У статті розглядаються теоретичні і прагматичні аспекти інвестиційної привабливості державних і муніципальних облігацій на фінансовому ринку України. Оцінюється рівень інвестицій у вказані види цінних паперів різними фінансовими інститутами і домогосподарствами, обґрунтовуються пропозиції, направлені на підвищення довіри до таких інвестицій.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** інвестиції, активи, вартість чистих активів, облігації внутрішніх державних позик, облігації внутрішніх місцевих позик, фінансові інститути, домогосподарства.

**АННОТАЦИЯ.** В статье рассматриваются теоретические и прагматические аспекты инвестиционной привлекательности государственных и муниципальных облигаций на финансовом рынке Украины. Оценивается уровень инвестиций в названные виды ценных бумаг различными финансовыми институтами и домохозяйствами, обосновываются предложения, направленные на повышение доверия к таким инвестициям.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** инвестиции, активы, стоимость чистых активов, облигации внутреннего государственного займа, облигации внутреннего муниципального займа, финансовые институты, домохозяйства.

**ANNOTATION.** The theoretical and pragmatic aspects of investment attractiveness of state and municipal bonds at the Ukrainian financial market are examined in the article. The level of investments in the indicated types of securities made by different financial institutions and households is estimated. Proposals directed to the increase of trust of such investments are grounded.

**KEYWORDS:** investment, assets, net assets value, government bonds, municipal bonds, financial institutes, households

Економічна криза висвітлила цілий ряд гострих протиріч у розвитку вітчизняного фінансового сектору, які були прихованими в період зростання економіки України: нерівномірний територіальний розподіл фінансових інститутів, домінування банківського сектору як головного офферента фінансових послуг, відсутність дієвої системи захисту прав інвесторів у фінансові інструменти, слабкість системи пруденційного регулювання діяльності фінансових посередників, її фрагментарність та вибірковий характер впливу.

Зрозуміло, що названі вище деструктивні фактори розглядалися багатьма вітчизняними науковцями і в передкризовому періоді. Зокрема, можна згадати роботи С. Бірюка, М. Бурмаки, А. Гальчинського, С. Львовичкіна, О. Мозгового, В. Опаріна, В. Суторміної, А. Федоренка, В. Федосова, В. Шапрана та ін. Про те, більшість авторів базисом власного дослідження обрали ідеологію економічного зростання, яке насамперед, визначалося експортноорієнтованими галузями України — металургії, хімічної промисловості. Відповідно, запропоновані ними заходи часто не враховували можливостей різкого падіння обсягів промислового виробництва, зростання безробіття, краху цілого ряду крупних банківських інститутів.

В свою чергу, антикризові заходи, що пропонуються як владними структурами, так і представниками опозиції та провідними економістами, страждають однобокістю. Вони, насамперед, зорієнтовані на покращення ситуації в базових галузях реального сектору національної економіки, а також — банківській системі України. На нашу думку, такий підхід є не виправданим, оскільки «консервує» проблеми, що накопичилися в нашій країні, не дає можливості докорінним чином вплинути на структуру реального та фінансового сектору.

На нашу думку, одним із важливих кроків антикризової політики повинна стати активізація емісійної діяльності держави та органів місцевого самоврядування. Структурно-логічна схема причинно-наслідкових зв'язків виглядає наступним чином (рис. 1).

Отже, про найбільш істотний зв'язок між розвитком емісійної активності держави та органів місцевого самоврядування можна говорити у наступних сферах:

— по-перше, централізація певної частини фінансових ресурсів в економіці. Про те, в цьому контексті необхідно забезпечити ефективне використання залучених ресурсів,

насамперед, для фінансування крупних, інфраструктурних проектів, які є капіталоемними та дадуть можливість повноцінно використати існуючий науковий та виробничий потенціал України;

— по-друге, з погляду покращення структури активів фінансових посередників в умовах різкого погіршення якості інвестицій у боргові фінансові інструменти приватних емітентів. На нашу думку, саме цей аспект може суттєво вплинути на діяльність фінансових інститутів та забезпечити популяризацію їх послуг серед інвесторів.



Рис. 1. Розвиток ринків місцевих та державних цінних паперів в Україні та його вплив на економічну динаміку  
Джерело: складено автором

Насамперед, оцінимо ємність ринків державних та муніципальних цінних паперів у 2003—2008 рр. (рис. 2).

Якщо аналізувати наведені на рис. 2 дані, можна зробити кілька важливих висновків:

➤ привертає увагу значно вища емісійна активність держави у порівнянні з органами місцевого самоврядування: зокрема, у 2008 році випуск ОВДП перевищував аналогічний показник для ОВМПІ більше ніж у 23 рази;

➤ як щодо ринку державних цінних паперів, так і щодо ринку облігацій місцевих позик характерною є висока волатильність обсягів випусків, що є характерною ознакою незрілих ринків. Так, для ринку ОВДП співвідношення між максимальним та

мінімальним значенням складає 19,6 раза, для ринку ОВМП — 21,6 разу;

➤ симптоматичним є нарощування емісійної активності держави та місцевих органів влади у 2008 році — з початком кризових явищ. Таку тенденцію можна розглядати двояко: з одного боку, таким чином вказані емітенти намагаються вирішити явні проблеми з наповненням власних бюджетів, з іншого — виникають явні проблеми з якістю фінансових інструментів (як з погляду емітента, так і з погляду інвесторів).

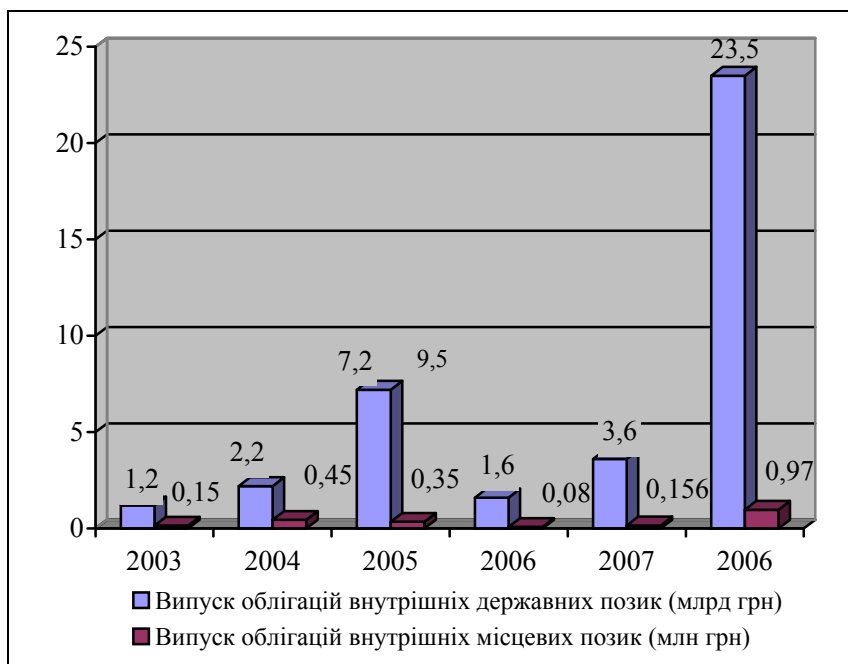


Рис. 2. Обсяги ринків облігацій внутрішніх державних та місцевих позик у 2003—2008 рр. (млрд грн)

Джерело: складено автором за даними ДКЦПФР та НБУ [1, 2].

Розглянемо місце досліджуваних інструментів (окремо для державних та муніципальних облігацій) в активах основних груп фінансових посередників — комерційних банків, інститутів

спільного інвестування, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів (рис. 3 та рис. 4).

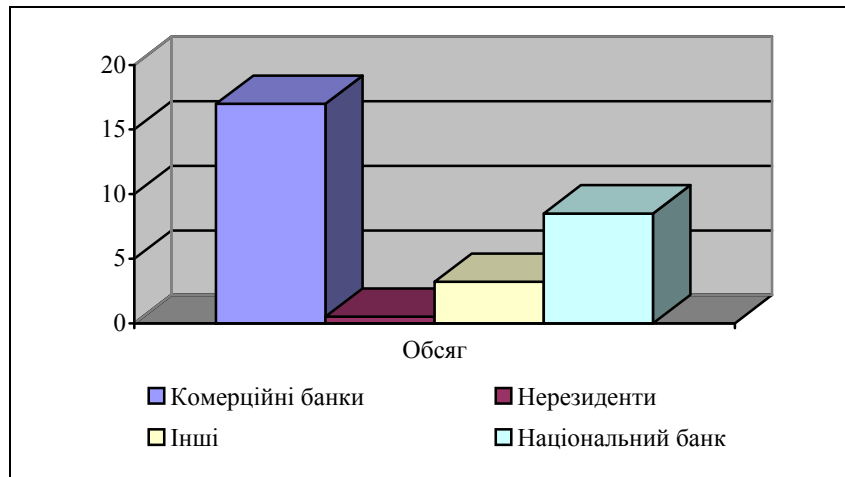


Рис. 3. Обсяги ОВДП у активах різних груп інвесторів (млрд грн, станом на 1 січня 2009 р.).

Джерело: складено автором за даним НБУ [2].

Як видно з рис. 1, найактивнішими учасниками ринку облігацій внутрішніх державних позик є комерційні банки, які сумарно володіють такими цінними паперами в обсягах 17 млрд грн. В загальному, така структура власників ОВДП є типовою для України і зберігається протягом тривалого періоду часу, про те, на нашу думку, однозначно позитивно її оцінювати не можна. Так, слід визнати, що за своїм ресурсним потенціалом саме банківський сектор України випереджає інші фінансові інституції, тому орієнтація держави на залучення таких ресурсів є природною. Але, залучення за допомогою банків значних ресурсів до бюджету об'єктивно зменшує потенціал банківської системи України у фінансуванні реального сектору економіки.

Тобто, якщо порівнювати купівлю ОВДП з іншими видами банківських активних операцій з позиції ефективного розподілу ресурсів, можна зробити наступні висновки:

— в умовах фінансової кризи, яка значно погіршила умови виконання Державного бюджету за доходами, залучені від випуску ОВДП ресурси використовуються неефективно,

насамперед, або на погашення раніше випущених цінних паперів, або для соціальних виплат, які потенційно впливають на розкручування інфляційних процесів;

— дефіцит фінансових ресурсів на внутрішньому борговому ринку породжує гостру конкуренцію між позичальниками, відповідно, держава за рахунок встановлення привабливих характеристик ОВДП (у першу чергу, доходності), має явні переваги над приватними емітентами боргових цінних паперів. Так, у результаті проведення розміщення державних облігацій 3 листопада 2009 року з терміном обігу 1 рік, встановлений рівень доходності склав 20 % [3];

— зменшення з боку банків обсягів фінансування реального сектору економіки призводить до значного погіршення фінансово-господарського стану підприємств, скорочення інвестиційної діяльності. За даними Держкомстату України, протягом січня-серпня 2009 року 45,3 % підприємств отримали збитки, а рентабельність операційної діяльності за вказаний період склала лише 3,8 % [4];

— привертає увагу також значний відсоток ОВДП, які знаходяться у портфелі Національного банку України — близько 8,5 млрд грн. Така ситуація однозначно розглядається як прихована емісія, що в решті решт призводить до розкручування інфляційної спіралі.

Доволі симптоматичною виглядає і структура власності на облігацій органів місцевого самоврядування<sup>5</sup> (рис. 4).

Як бачимо, і на ринку облігацій внутрішніх місцевих позик основними інвесторами є комерційні банки, яким належить більше ніж 4/5 усіх випущених цінних паперів. У той же час, незначними і інвестиції з боку інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів — 7,54 % та 1,16 % відповідно.

Низьку активність небанківських фінансових інститутів на внутрішньому ринку державних та муніципальних цінних паперів можна пояснити виключно диспропорціями у їх розвитку та, в певній мірі, орієнтацією емітентів на інвестиційні ресурси банківської системи. Адже на рівні законодавства для ІСІ та НПФ державні цінні папери визнаються найбільш допустимими об'єктами вкладання (табл. 1).

<sup>5</sup> Зауважимо, що статистика, яка дозволяє напряму визначити структуру власників

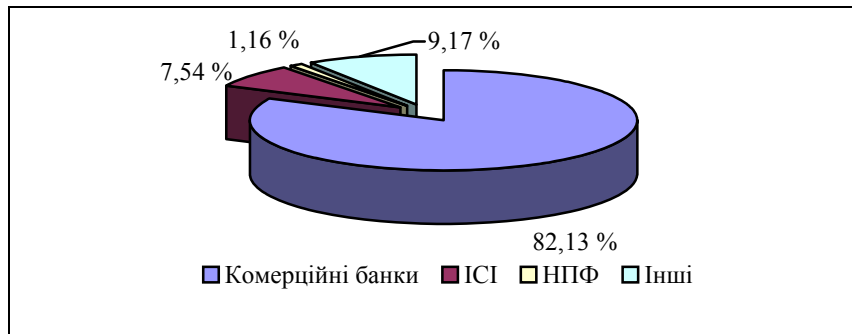


Рис. 4. Структура власників облігацій внутрішніх місцевих позик в Україні

Джерело: розраховано на основі звітності організаторів торгівлі, ДКЦПР, ДКРРФП [2, 5].

Таблиця 1

**ОБМЕЖЕННЯ НА КУПІВЛЮ ОВДП ТА ОВМП ІНСТИТУТАМИ СПІЛЬНОГО ІНВЕСТИВАННЯ ТА НЕДЕРЖАВНИМИ ПЕНСІЙНИМИ ФОНДАМИ**

Тип фінансового інституту	Встановлені обмеження
Диверсифіковані ІСІ [6]	<p>— придбавати або додатково інвестувати у державні цінні папери, цінні папери, доходи за якими гарантовано КВЕ, більше ніж 50 відсотків загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати понад 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ у цінні папери одного випуску;</p> <p>— придбавати або додатково інвестувати в цінні папери органів місцевого самоврядування більше ніж 40 відсотків загальної вартості активів ІСІ. При цьому забороняється інвестувати понад 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ у цінні папери органів місцевого самоврядування одного випуску.</p>
Недержавні пенсійні фонди	<p>— придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, більш як 50 відсотків загальної вартості пенсійних активів;</p> <p>— придбавати або додатково інвестувати в цінні папери, доходи за якими гарантовано Радою міністрів Автономної Республіки Крим, та облігації місцевих позик більш як 20 відсотків загальної вартості пенсійних активів.</p>



	активів
--	---------

*Джерело:* складено автором за [6, 7].

Якщо порівняти наведені у табл. 1 максимально допустимі межі інвестування активів ІСІ та пенсійних активів у цінні папери держави та органів місцевого самоврядування з фактичними розмірами вкладень, можна виявити суттєві диспропорції, які на нашу думку, пояснюються негативним впливом таких факторів:

1. Державні цінні папери так і не стали еталоном безризикової доходності для суб'єктів фінансового ринку України. Тобто, ОВДП не виконують своєї визначальної функції — базисного показника для визначення вартості грошей у часі. Недовіра суб'єктів ринку має історичні витоки (деформований характер розвитку ринку ОВДП у 1996—1998 рр.), економічні (волатильність ринку, його повна підпорядкованість бюджетним інтересам держави) та суто психологічні (недовіра до державних інституцій взагалі та їх цінних паперів).

2. Параметри державних та, особливо, муніципальних цінних паперів неадекватно відображають інвестиційний попит з боку фінансових посередників. Насамперед, це стосується інвестування пенсійних активів, для яких необхідно значно продовжити терміни обігу боргових цінних паперів.

В таких умовах, говорити про повноцінний розвиток інвестицій ІСІ та НПФ на цьому сегменті фінансового ринку не варто. Об'єктивно як ІСІ, так і НПФ поступаються комерційним банкам за своїм ресурсним потенціалом, а компанії з управління активами та адміністратори недержавних пенсійних фондів знаходять мотивацію для інвестування на інших сегментах фінансового ринку України.

Отже, для виправлення існуючої ситуації необхідно впровадження наступних заходів:

- ❖ обґрунтоване продовження термінів обігу облігацій внутрішньої державної позики, які повинні стати зразком довгострокового боргового цінного паперу в Україні;

- ❖ підвищення самостійності органів місцевого самоврядування у встановленні параметрів власних цінних паперів, які випускаються на внутрішньому ринку;

- ❖ встановлення обмежень на невиправдане зростання доходності державних облігацій, яке призводить до загального подорожчання фінансових ресурсів в економіці та зростання боргового навантаження на Державний бюджет;

❖ підвищення інформаційної прозорості, насамперед, для ринку ОВДП, що сприятиме зниженню ризиків, а відповідно, і вартості боргового капіталу для держави.

### **Література**

1. Звіт Національного банку України за 2008 рік [Електронний ресурс] // Публікації : [сайт] / Національний банк України. — Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/Publication/an\\_rep/A\\_report\\_2008.pdf](http://www.bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2008.pdf) . — Назва з екрана.
  2. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік [Електронний ресурс]// Річні звіти Комісії: [сайт] / ДКЦПФР. — Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>. — Назва з екрана.
  3. Результати проведення розміщень облігацій внутрішньої державної позики 3 листопада 2009 року [Електронний ресурс] // Новини : [сайт] / Міністерство фінансів України. — Режим доступу: [http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=231762&cat\\_id=3494](http://www.minfin.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=231762&cat_id=3494) — Назва з екрана.
  4. Статистична інформація [Електронний ресурс.] // Державний комітет статистики України [сайт] Держкомстат України. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>. — Назва з екрану.
  5. Звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2008 рік [Електронний ресурс]// Річні звіти Держфінпослуг: [сайт] / ДКРРФПУ. [http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/richnyi\\_zvit\\_2008\\_1.pdf](http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/richnyi_zvit_2008_1.pdf). — Назва з екрана.
  6. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди ) № 2299-III від 15 березня 2001 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. — Назва з екрана.
  7. Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» № 1057-IV від 09 липня 2003 року [Електронний ресурс]// Законодавство України: [сайт]. Верховна Рада України. — Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>. — Назва з екрана.
- Статтю подано до редакції 09.06.10 р.

## **V ОБЛІК, АНАЛІЗ ТА АУДИТ**